

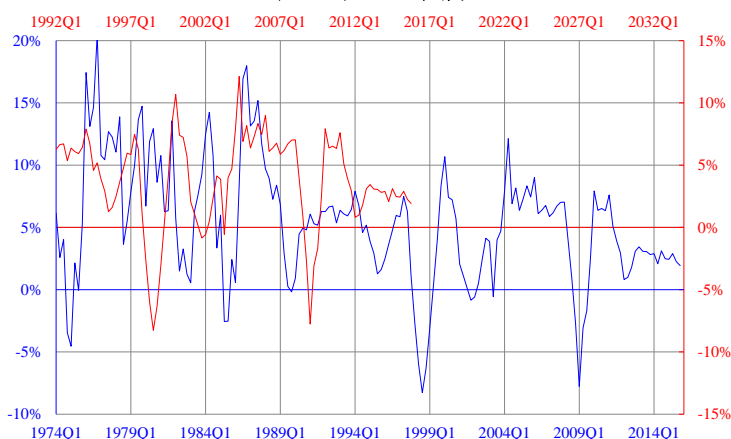
《信報》專欄〈一名經人〉

十八年前大比擬 週期相似程度異

本港近期公佈的經濟數據普遍進一步轉差，尤其是貿易，內貿（零售銷售）、外貿（進出轉口）皆已達雙位按年收縮幅度。差過沙士之說甚囂塵上，但曾在其他場合指，貿易收縮無疑差過2003年沙士時，但在1998年亞洲金融風暴翌年，也是差過沙士的。對照背景，目前應似十八年前的1998年，但這個「似」有幾全面呢？今文嘗試看看。

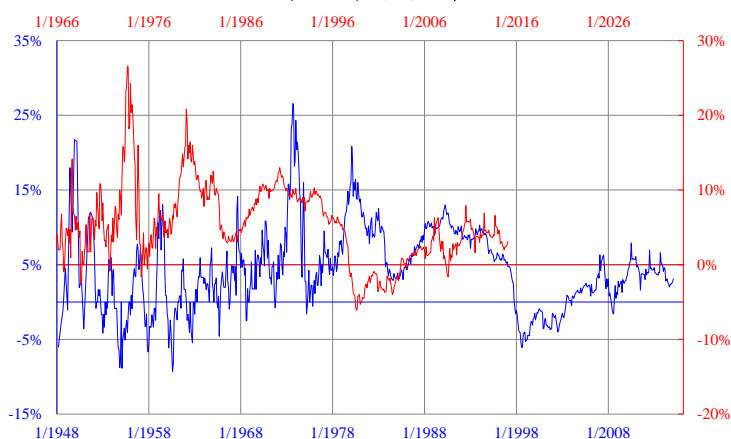
由最大路、判別盛衰的GDP入手，可見近廿餘年的盛衰確有點如十八年前走勢，但增長水平卻「坐低」了半成【圖一，比較左右軸】。如圖所見，十八年前即1998年GDP增長呈懸崖式崩塌，五季內由+8%照鏡式跌至-8%。在再一次受樓價下跌衝擊後，本港的長期增長趨勢會否如圖所料再由5%「坐低」半成至在零水平浮游，與日睇齊？

圖一：本港經濟增長



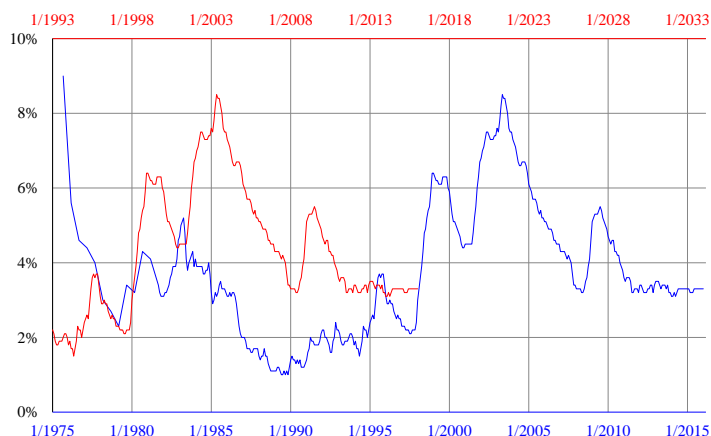
另一大路指標是通脹。比較戰後數據，可見通脹重覆十八年前的程度沒GDP高，不過過去十餘年的一段是較1983年實施聯匯之前（1984/2002年以前）似的【圖二】。行聯匯前，外來衝擊會同時反映在匯率與通脹變化上，故單看一者未必見到重演模式。反而匯率固定以後，所有外來衝擊均全數反映在本土物價上，故可比性較前高得多。

圖二：本港通脹率



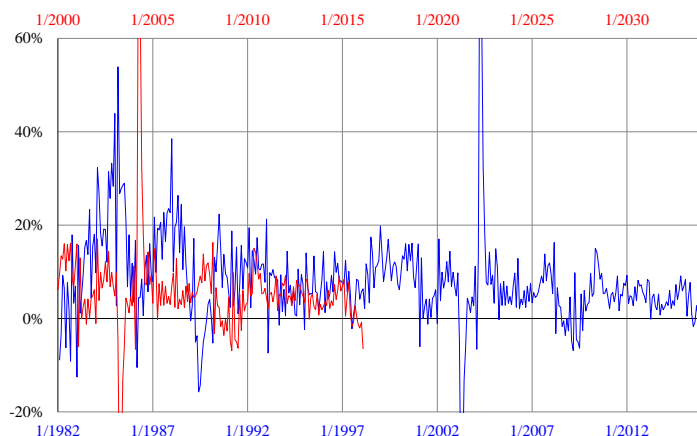
一如 GDP 增長，CPI 增長也較十八年前「坐低」半成。樓價若真來個像樣熊市，估計通脹也會臨崖直墮呈現通縮。固然，通縮幅度多大與為時多久則視乎樓市怎跌。

圖三：本港失業率



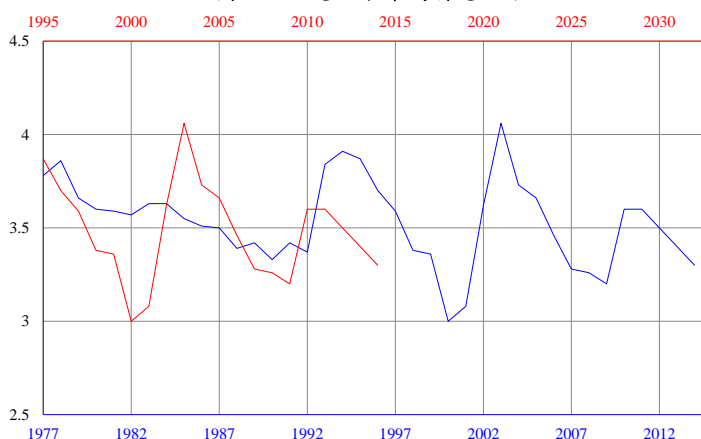
最後一個大路指標為失業率。過去幾年失業率在可能是全民就業的水平低位橫行，跟 1990 年代的緩慢趨升不同【圖三】。儘管目前與十八年前水平已一致，但肉眼所見，十八年前未必是理想的參照日子。有理由相信經濟轉差失業率升，但模式或會不同。

圖四：本港訪客增長



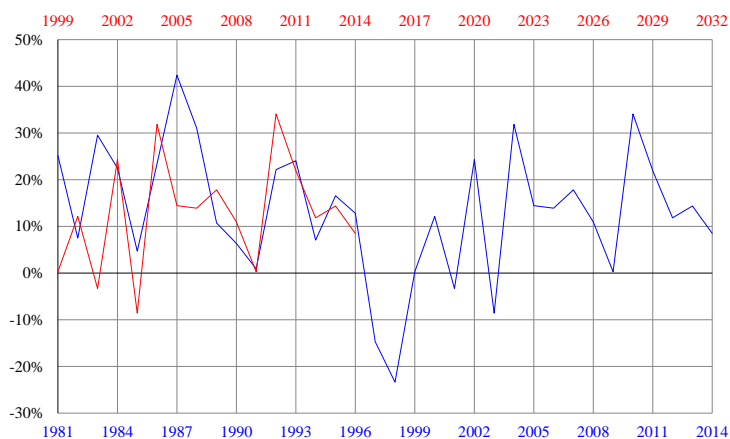
大路數據看過，現集中看些環節指標。旅遊業被視為今次重災區。訪客人數所見，目前收縮程度已甚於十八年前；此前數年是相若的【圖四】。純數人頭，目前確很差。

圖五：訪港旅客平均留港日數



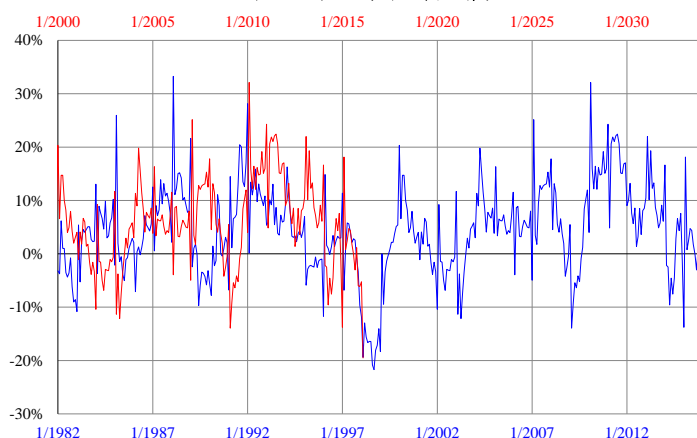
至於每人平均留港日數，雖只有年度數字，亦見與十八年前走勢頗吻合【圖五】。然而走勢吻合一回事，目前水平卻較當年「坐低」了半日，即留港時間較當年短了一、兩成（=0.5/3.5）。加上週期因素，未來兩年的數字或會再低半日，減幅可不算小了。

圖六：本港旅遊收益增長



既然人數、日數均可參照當年（即有更差），旅遊收益增長亦很大機會歷史重演了【圖六】。從年度數據比較可見，真的很似，且正預示如 GDP 的懸崖式直墮即將出現。

圖七：本港零售銷量增長



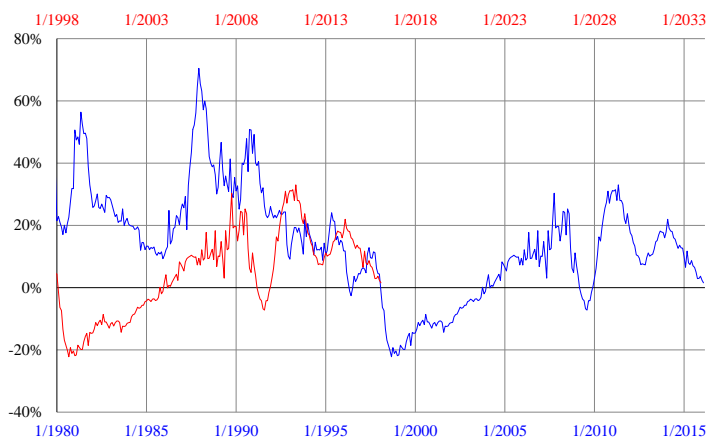
順理成章，以旅客為命脈的零售銷售自然如 1998 年般劣：數據果然如是【圖七】。幸而最壞時刻即將出現，推算於今秋。之後數據會反彈，但氣氛會否如沙士則難料了。

圖八：本港貸存比



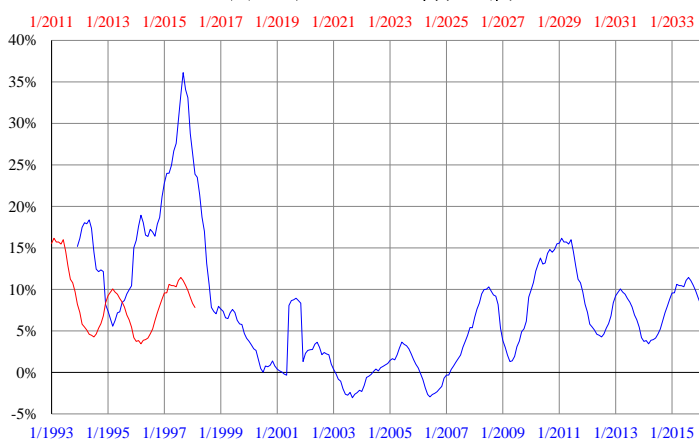
坊間近有分析指本港除樓市外，信貸也有泡沫。然而，數據並不支持這個說法——起碼不似十八年前。從銀行體系的貸存比所見，1988至1998年一直大幅高於100%，可謂借到盡的；但過去十年不管樓價升了幾倍，貸存比仍不離八成水平太遠【圖八】。是故資產泡沫化可能甚於十八年前（如樓價對收入比），但不能說成是信貸也泡沫化。

圖九：本港銀行貸款增長

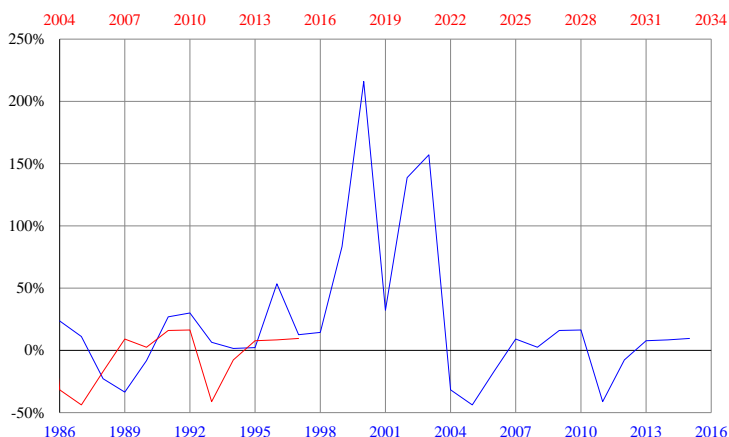


不過，資產泡沫要破的話，整體經濟還是會失速的，而銀行貸款也會相應收縮的。從十八年前樓市向下導致貸款急縮的經驗所見，目前正顯然在重蹈當時覆轍【圖九】。若收窄貸款至僅住宅按揭類，則見其增長比1997年低得多，此前軌跡亦有別【圖十】。

圖十：本港住宅按揭貸款增長



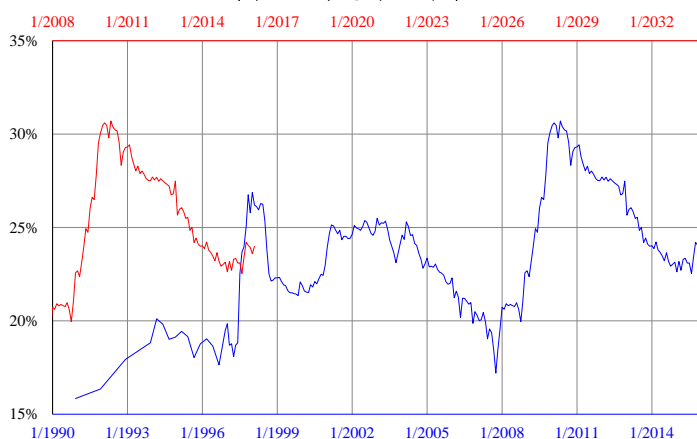
圖十一：本港破產宗數增長



當價、量回落之後，無論快好慢好，都會出現倒閉、破產潮，相信今次也不例外。比較十八年前後的破產宗數增長，可見1998年時還未見上升；高位在1999與2003年【圖十一】。假使現如1998年般出事，相信破產高峯會遲至2017甚或2021年才出現。另因失業率與貸存比均勝十八年前，故今回破產增長上升亦不至於當時的倍半、兩倍。

最後，一旦匯率受衝擊時，本港的抵禦能力又是否足夠？標準的指標是外匯儲備佔M2比例。觀圖所見，早年對比其十八年前是高得多的，但近月則稍低些少【圖十二】。有人以為本港外儲足守一對一，但其實一路僅佔廣義貨幣的兩、三成間；若換上M3，比例稍低但不差太遠。不過，1998年不足一對一都守到，現在情況不跟當時差太遠。

圖十二：本港外匯儲備佔M2



概觀比較所見，好些週期上的現象跟1998年甚相似，也有些健康指標如失業率、貸存比、外儲比等軌跡上異於十八年前（儘管現水平卻接近）。那可得什麼結論呢？

資產泡沫爆，外圍殺到來，衰退——哪管是懸崖直墮式的——一樣會現。換言之，要跌的終歸要跌。只不過，體系較之前健康，衝擊所造成的殺傷力應會較小；到最終，失業率、破產累升幅度、樓價累跌幅度等的最大值應不及當年。但願是這樣溫和吧。

羅家聰
環球金融市場部